鹏博士（600804）

证券研究报告
2020 年 08 月 09 日

谷底已过，数据中心业务助力新一轮成长

一、老牌民营电信服务商，谷底已过有望借力数据中心迎接新一轮成长

公司是国内规模最大的民营电信增值服务上市公司。**公司过去十年经历三个发展期：**

1、2010-2016 年，收入自 17.6 亿元持续增长到 2016 年高峰期的 88.5 亿元，主要是长城宽带业务持续扩张。2017 年归母净利润达到高峰期的 7.67 亿元；**2、2017-2019 年，宽带市场随着中国移动的加入而竞争加剧，公司收入由 2017 的 81.7 亿元下滑至 2019 年的 60.5 亿元。**截止 2019 年，公司在网用户下降到 1046 万户，较 2016 年高峰期下降 23%。在长城宽带经营不善背景下，公司 2019 年计提大额资产减值，净利润亏损 57.5 亿元，达到谷底；**3、2020 年以后是公司转型升级，调整业务重心的阶段。公司逐渐聚焦数据中心业务，战略收缩长城宽带业务。**2020Q1 公司实现收入 13.36 亿元，同比下降 16.52%；扣非净利润 0.45 亿元，同比增长 149.73%。

二、定增+高激励员工持股，资金压力缓解，管理效率有望提升

公司近期发布定增方案。本次非公开发行的股票金额 27.6 亿元，其中主要是由控股股东关联方参与认购，另外公司本次引入中安国际投资有限公司作为战略投资者，定增价格 6.42 元。**截止 2020Q1，公司有息负债超过 60 亿元，此次定增将大大缓解近两年困扰公司的债务压力；另外，大股东参与认购，增强市场对公司信心；战投的引入也将带动公司业务发展。**

公司于 2020 年 7 月推出第一期员工持股方案，覆盖公司高管及中层骨干人员。在解锁条件中，2020-2021 年业绩考核为扣非净利润分别不低于 3 亿元、6 亿元，高激励要求下有望有效提升公司整体管理及运营效率。

三、长城宽带瘦身，数据中心业务 HOMM 模式有望实现快速崛起

长城宽带由于受到移动入局带来的竞争急剧激烈，开始战略调整。公司不再投资新的区域城市，并在已有网络覆盖城市加强资源整合与横向合作。公司与北京联通于 2019 年 8 月 15 日以书面方式签订《合作协议》，公司拟将在北京地域内的家庭宽带用户、政企宽带及互联网专线用户业务全部转让给北京联通。**未来，面向企业的云网业务成为互联网接入升级的亮点。**

数据中心属于典型的重资产投入，公司考虑到目前自身资金情况以及自身优势，创新采用 HOMM 即酒店运营管理模式，是公司全新创立的数字地产经营模式。2020 年 4 月，公司公告拟与平盛国际、锦泉元和投资管签署《资产转让协议书》及《数据中心业务委托运营协议》。《资产转让协议》拟转让数据中心的相关资产，转让价格为 23 亿元人民币。《数据中心业务委托运营协议》约定公司继续运营和管理数据中心，公司就依托标的资产开展数据中心业务的全部业务收入与锦泉投资进行收入分成。**此次资产转让以及数据中心委托运营即公司 HOMM 模式的具体实践。**

公司珠海大数据产业园\廊坊云计算数据中心公司以及南京佳力图联合共建南京楷德悠云数据中心则是 HOMM 模式规模复制的典型案例。预计公司通过 HOMM 的轻资产模式，将快速实现全国扩张。2023 年，公司预计可运营机柜规模数量将达到 12 万个，辐射京津冀、长江经济带及粤港澳大湾区三大城市圈。

四、盈利预测

预计公司 2020-2022 年净利润 3.6、6.3 和 7.4 亿元，对应 PE 分别为 36、20 和 17 倍，考虑可比公司 2021 平均 PE 56 倍，给予公司 2021 年 30 倍 PE，对应目标价 13.2，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：资产负债率过高；数据中心扩张不及预期；宽带业务下滑加剧

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	8.86 元
目标价格	13.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,432.39
流通 A 股股本(百万股)	1,432.36
A 股总市值(百万元)	12,691.01
流通 A 股市值(百万元)	12,690.69
每股净资产(元)	0.53
资产负债率(%)	94.82
一年内最高/最低(元)	10.79/4.40

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王俊贤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080002
wangjunxian@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

容志能 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003
rongzhineng@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《鹏博士-公司点评:二季度业绩回暖 增值业务发力》 2017-09-14

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,859.68	6,049.86	6,371.15	7,472.18	9,409.57
增长率(%)	(16.04)	(11.81)	5.31	17.28	25.93
EBITDA(百万元)	2,456.67	7,121.38	1,473.37	1,669.65	1,688.24
净利润(百万元)	380.66	(5,750.80)	355.41	634.49	741.55
增长率(%)	(48.71)	(1,610.74)	(106.18)	78.52	16.87
EPS(元/股)	2.19	(33.01)	0.25	0.44	0.52
市盈率(P/E)	4.05	(0.27)	35.71	20.00	17.11
市净率(P/B)	0.22	2.06	6.87	5.16	4.01
市销率(P/S)	0.22	0.26	1.99	1.70	1.35
EV/EBITDA	4.42	1.40	6.68	4.13	0.75

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 老牌民营电信服务商，谷底已过迎接新一轮成长 5

1.1. 国内老牌民营电信服务商，数据中心规模领先 5

1.2. 谷底已过：原核心业务长城宽带战略收缩，聚焦数据中心业务，2020Q1 扣非净利润扣非回升 7

1.3. 股权结构：大股东参与定增，引入战投，增强公司资金实力和业务信心 8

2. IDC：数字新基建，前景广阔 10

2.1. 全球 IDC 市场：IaaS、SaaS 市场快速增长 10

2.2. 国内 IDC 分布：与数字消费紧密相关，一线城市占主导 10

3. 收缩债务，业务瘦身+聚焦，老牌服务商再出发 12

3.1. 定增资金到位，债务压力大大减轻 12

3.2. 长城宽带瘦身，发力企业云通信 12

3.2.1. 长城宽带战略调整，寻求电信、联通合作 12

3.2.2. 发力企业云通信业务 13

3.3. 数据中心：自建+轻资产 HOMM 运维相结合，全国快速扩张 14

3.4. 海底光缆 16

3.5. 推出员工持股方案，高激励下有望提升公司管理效率 17

4. 盈利预测及估值 17

4.1. 盈利预测 17

4.2. 估值对比 18

图表目录

图 1：鹏博士 IDC 全国布局 5

图 2：鹏博士数据中心 5

图 3：公司鹏云专线 DCI 6

图 4：PLCN 海缆项目 6

图 5、鹏云视讯业务场景 7

图 6：公司 2010-2020 年经营情况（亿元） 8

图 7：公司盈利能力变化 8

图 8：公司三项费用率变化 8

图 9：公司股权结构 9

图 10：全球 IDC 市场规模 10

图 11：全球数据中心数量 10

图 12：国内大型数据 IDC 地区分布 10

图 13：国内大型数据 IDC 地区分布 11

图 14：公司资产负债率 12

图 15：公司主要有息负债规模 12

图 16：公司企业网络通信业务 13

图 17：公司企业网络通信业务 13
图 18：公司数据中心优势 15
图 19：公司数据中心领域部分客户 15
图 20：南京楷德悠云数据中心 16

表 1：公司定增参与方 8
表 2：员工持股计划 17
表 3：公司业务拆分预测（亿元） 17
表 4：可比公司估值 18

1. 老牌民营电信服务商，谷底已过迎接新一轮成长

1.1. 国内老牌民营电信服务商，数据中心规模领先

公司成立于 1985 年，是国内规模最大的民营电信增值服务上市公司。近十年来，公司主营业务始终专注于通信行业，始终围绕数据中心、互联网接入业务等开展经营，是拥有全国范围内牌照的全业务运营商。

公司目前业务主要有以下方面：

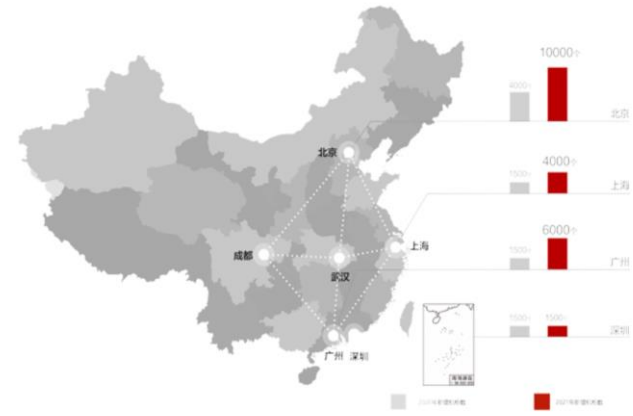
1、数据中心业务：以自建数据中心为重心转变为以合建、共建、HOMM 模式为重心

公司在数据中心建设及运营方面已经积累了多年丰富的经验，是国内规模领先的中立数据中心厂商之一。公司通过拥有自己的机房或租用其他的 IDC 机房，专门为客户提供主机托管等 IDC 业务，并附加网络安全、网络监测、数据备份、数据恢复等增值服务，为客户提供服务器运维管理服务及云计算等增值业务。

公司在北京、上海、广州、深圳、武汉、成都等多个核心城市分布式部署了 T3+或 T4 等级高标准数据中心机房，运营机房 15 个，总面积超 20 万平方米，总运营机柜数超过 3 万个，客户涉及金融、保险、互联网、云计算、跨国公司等行业的领先企业，是国内规模领先的电信中立数据中心厂商。

数据中心固定资产投资大，投资周期长，公司虽然是国内最早的数据中心运营企业之一，但结合目前民营企业融资成本、投资回报等因素，公司对投资和运营模式作出了积极调整。2019 年，公司开始尝试转型“轻资产、重运营”模式，以自建、合建及 HOMM 模式（酒店运营管理模式）的“组合拳”拓展市场。这也是公司结合自身优势，经过十余年的摸索、验证而进行的重要转型。

图 1：鹏博士 IDC 全国布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：鹏博士数据中心

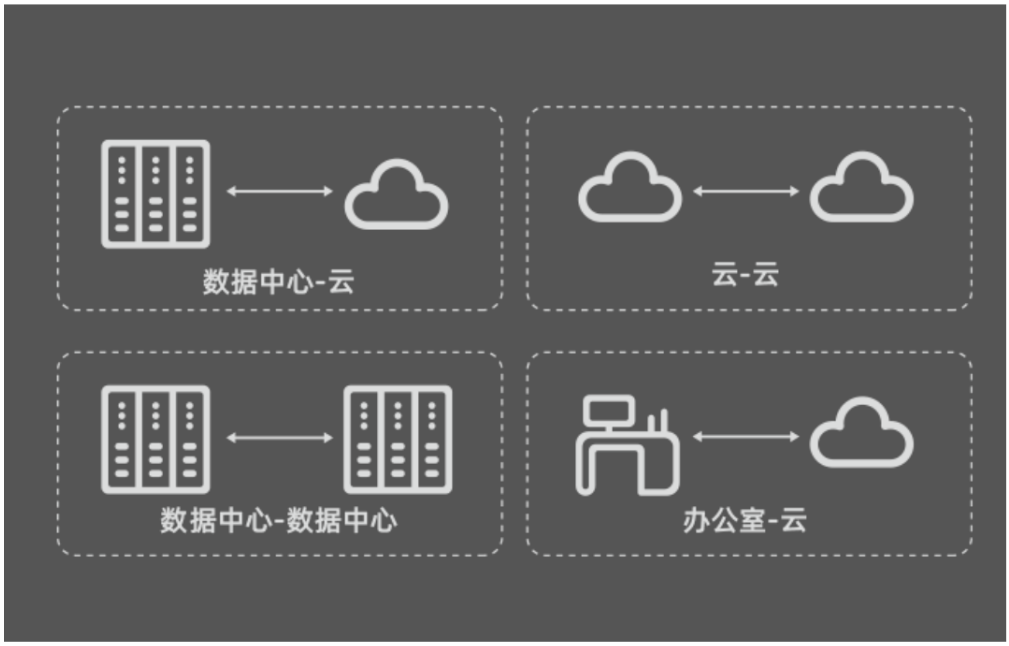
资料来源：公司官网，天风证券研究所

2、互联网接入业务

公司作为国内第四大运营商、民营第一大电信运营商，公司主营互联网接入业务，以长城宽带作为运营。包括面向家庭的个人互联网接入业务和面向政府、企业的政企互联网接入业务。截至 2019 年底，公司在网用户约 1046 万户。

虽然传统宽带业务的营收利润空间大幅下降，但其中面向企业的云网业务成为公司互联网接入业务升级的亮点，收入大幅增长。公司以北京、上海和深圳为基地，在京津冀、长三角和粤港澳大湾区等重点区域，打造基于家庭端和企业端的智慧云网一体化业务，从而进一步推动公司宽带通信业务向智慧云网通信及服务业务的全面转型和升级。

图 3：公司鹏云专线 DCI



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3、PLCN 海缆项目

2017 年 11 月，公司以 9000 万美元的对价收购 PLD Holding Limited 93%股权。太平洋海底光缆（PLCN）项目是 PLD 与谷歌 Google、脸书 Facebook 联合建设的第一条直连中国香港和美国洛杉矶的海底光缆。太平洋光缆项目采用 C+L 波段的远距传输技术，总的设计容量高达 144Tbps，路由彻底避开日本外海的地震带。

太平洋光缆（PLCN）项目的潜在客户主要为电信运营商、跨国 OTT 企业、云计算服务提供商、数据中心服务提供商、互联网服务提供商和大型跨国企业等。

图 4：PLCN 海缆项目

资料来源：公司官网，天风证券研究所

4、互联网增值业务

公司自主研发的鹏云视讯系统，是利用成熟平台技术及运营经验为企业客户提供量身打造集视听体系、融合发布、统一管控的融媒体信发平台系统，是全球运营商级视频云服务产品。

截至目前，视频会议业务继续发挥全球互联、兼容互通、高效智能的平台特点为政府机关及教育、医疗、工业等近千家企业提供了 10 万多场视频会议。同时平台为多家大型公司提供了上千方直播、300+方的超大型高清会议，并与融媒体平台进行系统整合，开发了云课堂、云办公、云医疗等多项新型服务业务。

图 5、鹏云视讯业务场景

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 谷底已过：原核心业务长城宽带战略收缩，聚焦数据中心业务，2020Q1 扣非净利润扣非回升

公司业务发展可以分为三个阶段；

1、2010-2016 年收入持续增长，收入自 17.6 亿元持续增长到 2016 年高峰期的 88.5 亿元，主要是长城宽带业务持续扩张。2017 年归母净利润达到 7.67 亿元。

2016 年末，公司网络覆盖用户约 10762 万户，在网用户约 1359 万户，业务覆盖 211 个经济发达地区的大中城市，其中在北京、上海、广州、深圳、天津、武汉、沈阳、大连、青岛等城市，公司的宽带接入市场份额除基础运营商以外，排在第一。

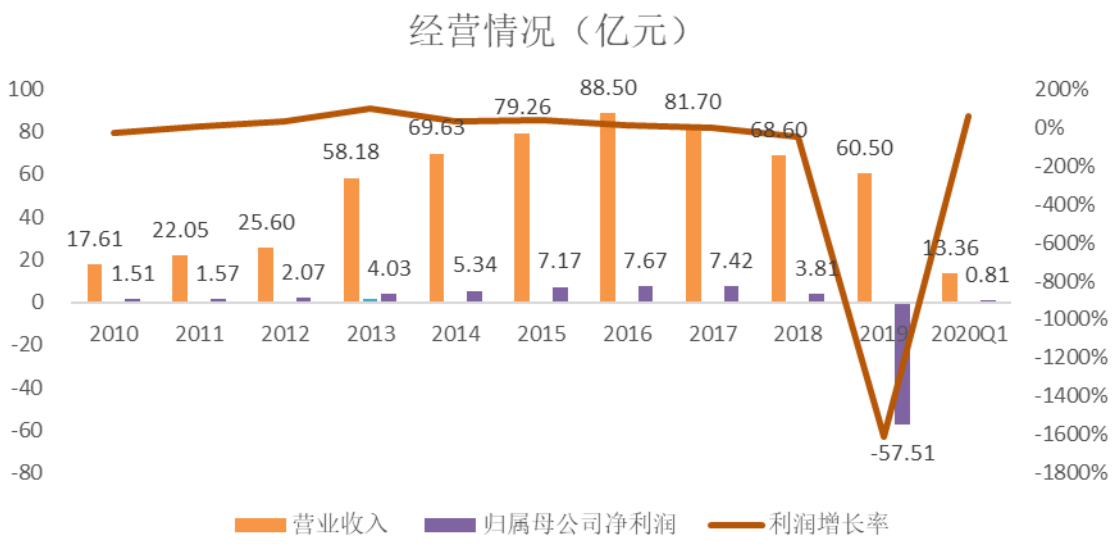
2、2017-2019 年，宽带市场随着中国移动的加入而竞争加剧，公司面临用户流失和 ARPU 值下降的压力，收入逐渐下滑，由 2017 的 81.7 亿元下滑至 2019 年的 60.5 亿元。截止 2019 年，公司在网用户下降到 1046 万户，在网用户较 2016 年高峰期下降 23%。考虑宽带业务为重资产行业，固定成本中折旧摊销较大，在收入下滑时，净利润下滑幅度更大。

2019 年净利润大幅亏损 57.5 亿元，主要是长城宽带经营不善，经过全面清查和资产减值测试后，结合实际经营情况，公司 2019 年计提商誉减值准备 19.99 亿元，计提固定资产减值准备 30.75 亿元，计提坏账准备及其他资产减值损失 4.17 亿元。

3、2020 年以后是公司转型升级，调整业务重心的阶段。公司逐渐聚焦数据中心业务，战略收缩长城宽带业务。2020Q1 公司实现收入 13.36 亿元，同比下降 16.52%；归属母公司

净利润 0.81 亿元，同比增长 57.7%；扣非净利润 0.45 亿元，同比增长 149.73%。

图 6：公司 2010-2020 年经营情况（亿元）

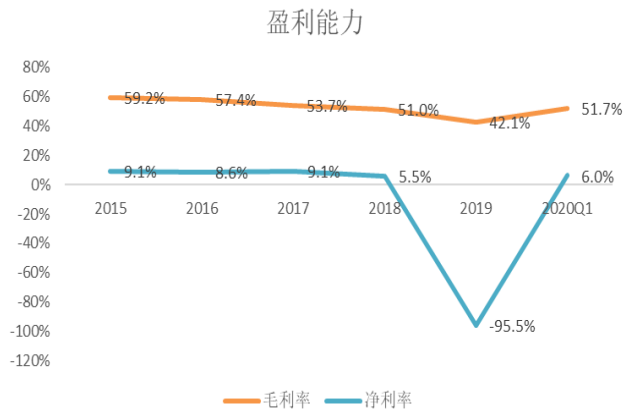


资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

从盈利能力来看，公司毛利率、净利率变化趋势和业绩趋势类似，在 2019 年谷底后，2020Q1 迎来反转。毛利率自 2015 年的 59.2%下滑至 2019 年的 42.1%，2020Q1 提升至 51.7%；净利率自 2015 年的 9.1%下滑至 2019 年的-95.5%，2020Q1 提升至 6%。

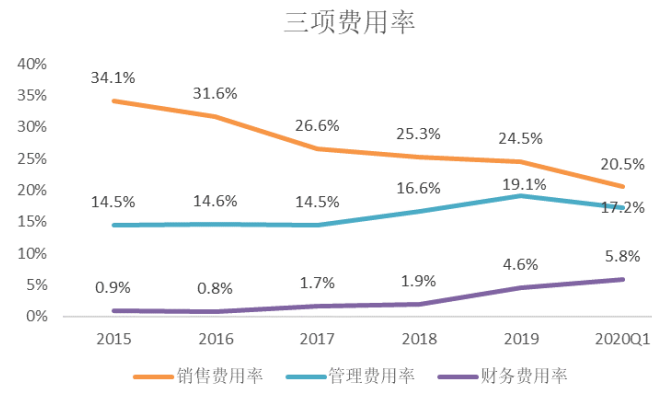
三项费用率中，销售费用率逐渐下降，管理费用率相对平稳，财务费用率大幅提升。销售费用率自 2015 年的 34.1%逐渐下降到 2020Q1 的 20.5%；管理费用率自 2015 年的 14.5%上升至 2020Q1 的 17.2%；财务费用率自 2015 年的 0.9%上升至 2020Q1 的 5.8%。**公司近几年收缩长城宽带业务，相关销售费用下降；同时积极拓展数据中心等其他新业务，研发投入加大；投资 PLCN 等业务需要资金，公司债务扩张明显，导致财务费用率大增。**

图 7：公司盈利能力变化



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 8：公司三项费用率变化



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

1.3. 股权结构：大股东参与定增，引入战投，增强公司资金实力和业务信心

公司近期发布定增方案。本次非公开发行的股票数量不超过 429,718,200 股，不超过本次发行前公司总股本的 30%。本次非公开发行股票的定价基准日为 2020 年 6 月 25 日，发行价格为 6.42 元/股。

表 1：公司定增参与方

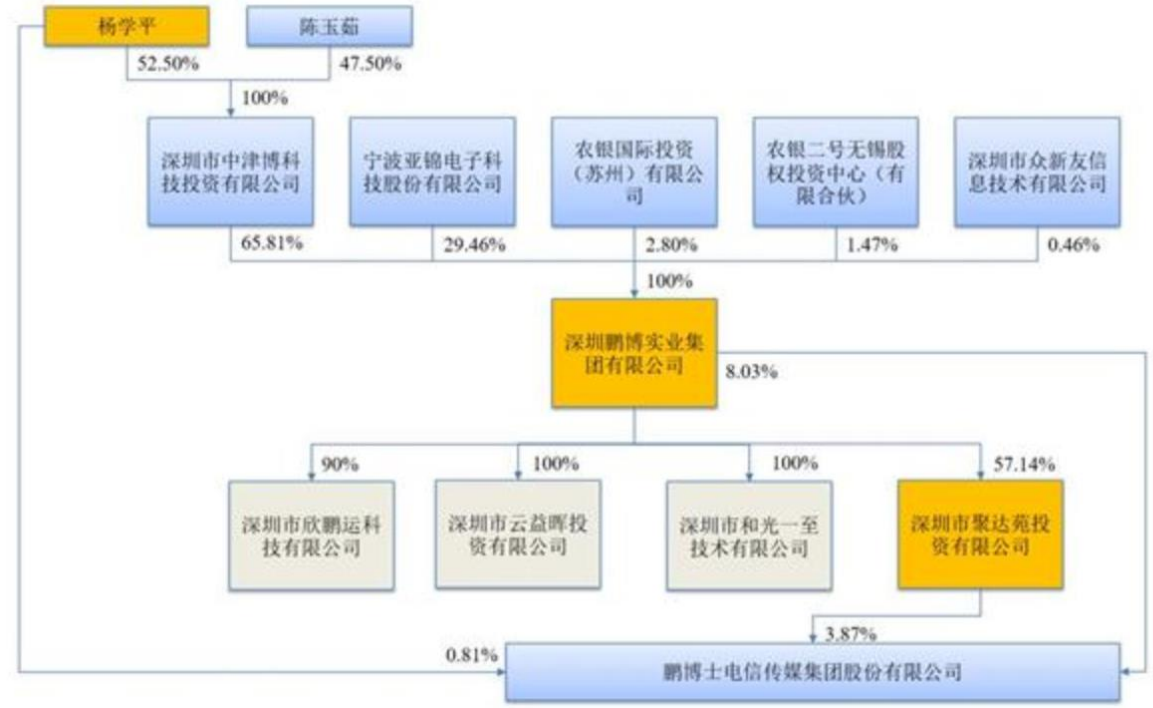
发行对象	认购股数（股）	认购金额（万元）
欣鹏运	171,887,400	110351.7
云益晖	85,943,600	55175.8
和光一至	85,943,600	55175.8
中安国际	85,943,600	55175.8
合计	429,718,200	275879.1

资料来源：公司公告，天风证券研究所

按本次发行数量上限计算，本次发行完成后，鹏博实业持有公司 6.18%的股份，深圳聚达苑投资有限公司持有公司 2.98%的股份，杨学平持有公司 0.62%的股份，欣鹏运持有公司 9.23%的股份，云益晖、和光一至分别持有公司 4.62%的股份。

欣鹏运将成为公司控股股东，鹏博实业为公司间接控股股东。杨学平通过其控制的企业直接及间接控制公司 28.24%的股份，仍为公司的实际控制人，本次非公开发行股票不会导致公司控制权发生变化。

图 9：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司拟通过本次非公开发行股票引入中安国际投资有限公司(中安国际)作为战略投资者。

双方将共同加快公司数据中心的建设，具体如下：

（1）公司将利用其专业的数据中心的销售团队、运维团队，将原有的自建自营的模式逐步向自建自营+合作共建+受托运营的模式转变，形成投资、合作模式的多元化发展，中安国际为甲方聘请专家，为甲方打造完善的商业模式。

（2）中安国际利用在国内国际的战略性资源，配合公司的数据中心发展战略，为公司的数据中心项目的选址、能评、电力审批等提供专业的咨询意见。

（3）中安国际利用其拥有的众多企业资源，为公司寻找优质合作客户，提前锁定拟建数据中心，提升公司的盈利能力。

（4）中安国际利用其金融行业资源，帮助公司拓展融资渠道，制定完善的融资方案，优

化财务结构。

（5）中安国际将促进其股东跨国会不定期组织会员单位参加商业展会，促进公司与跨国会会员单位对接交流，助力公司拓展市场、渠道。

2. IDC：数字新基建，前景广阔

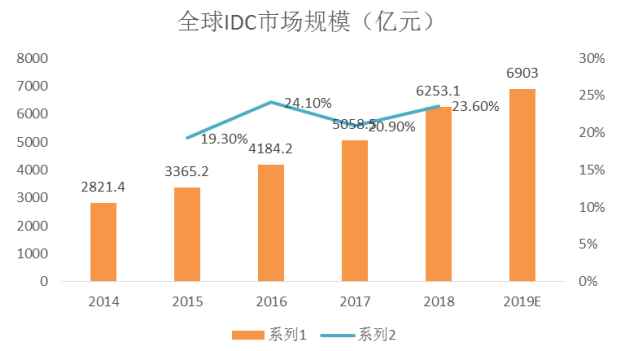
2.1. 全球 IDC 市场：IaaS、SaaS 市场快速增长

IDC 一方面作为云计算 IaaS 的底层基础设施，受益于云计算的发展而发展。另外一方面，5G 带来流量爆炸时代对 IDC 的需求也进一步增加。根据中国 IDC 圈数据显示，2018 年全球 IDC 市场在云计算业务的带动下继续保持较稳定增长，整体市场规模达到 6253.1 亿元，较 2017 年增长 23.6%。其中公有云市场规模增速接近 30%，是拉动整体市场快速增长的主要原因。

大规模数据中心是趋势。根据 Gartner 的测算，全球数据中心数量减少但体量量越来越大，预计 2015-2020 年数据中心数量由 45 万个下降到 42.4 万个，而机架总数由 479.7 万个上升至 498.5 万个，这意味着数据中心正在向着更大规模的趋势发展。

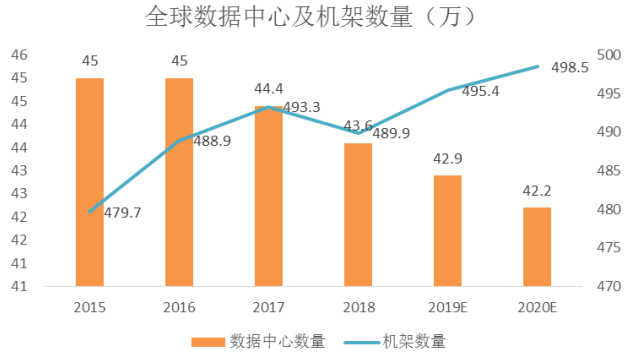
根据 Synergy Research 数据，2018 年全球超大规模供应商运营的大型数据中心数量增长了 11%，到年底达到 430 家。

图 10：全球 IDC 市场规模



资料来源：中国 IDC 圈，天风证券研究所

图 11：全球数据中心数量



资料来源：gartner，天风证券研究所

2.2. 国内 IDC 分布：与数字消费紧密相关，一线城市占主导

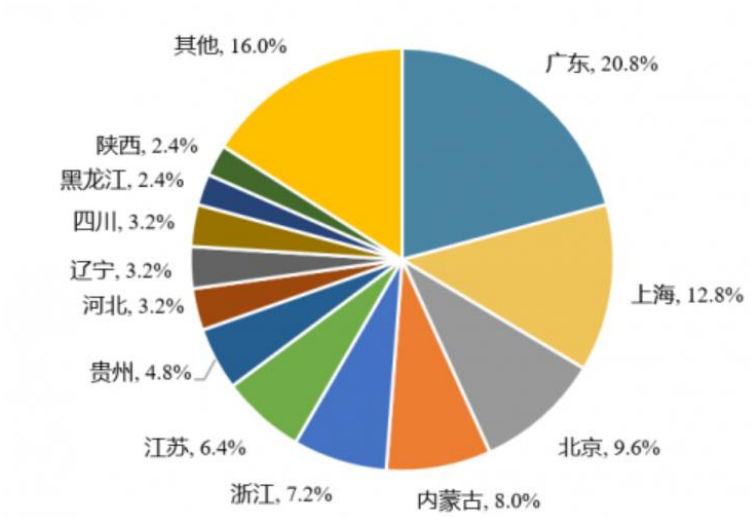
数据中心的分布与经济、人口以及数字消费情况紧密相连，围绕着不同的数字消费数据，形成了区域的数据中心集聚。

我国对数据中心的需求主要集中在北京、广东、上海、浙江、江苏等经济发达省份，这些地区人口以及互联网用户密度远远领先中西部地区，互联网用户密度最大，大型互联网、云计算、科技创新类企业、政企用户数远远领先其他地区，对数字经济的贡献也更大，因此是我国数据中心业务需求最旺盛的区域。

根据《2018 年中国 IDC 行业市场分析报告》，从全国范围来看，北京、上海、广州、深圳等一线城市数据中心资源上架率达到 60%-70%，需求最为确定。

从大型数据中心的区域分布来看，广东、上海、北京位列前三。内蒙古、贵州等受到政策重点扶持的地区，数据中心建设规模已得到快速提升，国内外云计算巨头布局明显增加。

图 12：国内大型数据 IDC 地区分布



资料来源：前瞻研究院，天风证券研究所

国内主要以三大运营商为主，拥有骨干网等基础设施及雄厚的资金实力，市场集中度较高。我国大部分互联网企业都是租用运营商的数据中心，一定程度上抑制第三方 IDC 企业发展，IDC 行业整体还处于扩张阶段。

目前国内仍然是运营商占据主要的 IDC 市场份额，其次是云计算龙头如阿里、腾讯等。国内第三方 IDC 服务商机柜规模较小，其中相对较大的包括光环新网、万国数据、宝信软件，世纪互联等。第三方 IDC 服务商处于快速建设期，光环新网、宝信软件、万国数据机柜数快速增长。

A 股 IDC 上市公司主要有光环新网、鹏博士、科华恒盛等；中概股包括万国数据。整体上第三方的 IDC 运营服务商收入增速保持高速增长；

由于一线资源紧缺，自 2011 年以来产业园区开始在全国地区布局，除一线城市外，内蒙古、贵州等地区的数据中心产业园发展壮大。

图 13：国内大型数据 IDC 地区分布

资料来源：IDC 圈，天风证券研究所

3. 收缩债务，业务瘦身+聚焦，老牌服务商再出发

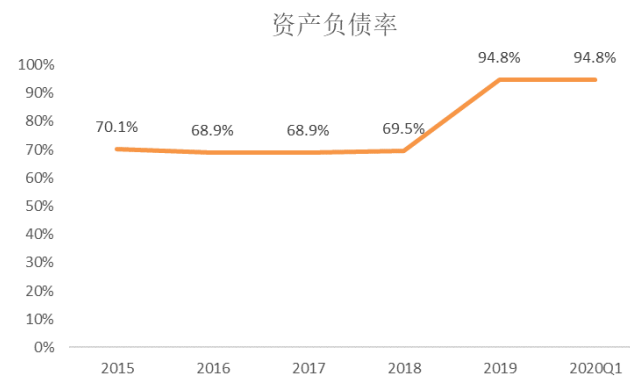
3.1. 定增资金到位，债务压力大大减轻

从资本结构来看，公司的资产负债率一直保持在相对较高水平。主要是因为公司所属行业为资金密集型行业，固定资产投资规模较大。

2015-2018 年维持在 70%左右的水平。2019 年攀升至 94.8%，主要是计提了大额的资产减值导致资产端规模大幅较小。

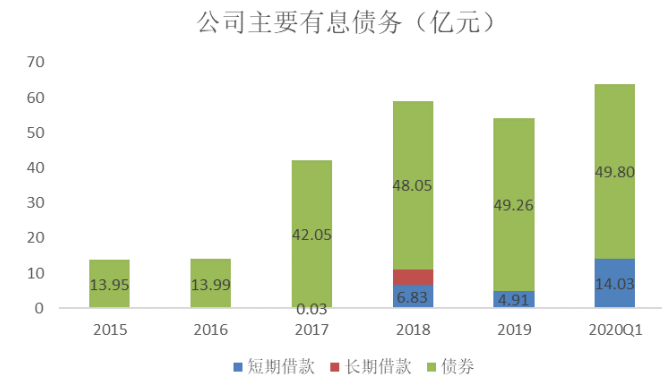
从负债的绝对规模上看，有息负债主要包括短期借款、长期借款、一年内到期的非流动负债以及应付债券，2018-2020Q1 有息负债规模分别为 59.1、54.2 和 63.9 亿元。高额的债务结构加重了公司的财务压力。公司 2015-2020Q1 的财务费用分别为 0.7、0.7、1.35、1.31、2.78 和 0.77 亿元。

图 14：公司资产负债率



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 15：公司主要有息负债规模



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

非公开发行方案顺利实施，公司净资产规模提高，将一定程度上降低资产负债水平，同时改善流动比率和速动比率等偿债指标，有利于公司优化资本结构，提高风险抵御能力，进而提升盈利能力与经营稳健性，实现公司的可持续发展。

本次非公开发行募集资金扣除发行费用后全部用于偿还有息债务。公司资本结构得到优化，抵御风险的能力得到增强。同时，资产质量和偿债能力的改善有利于公司拓展融资渠道，增强外部融资能力，促进公司持续经营。

3.2. 长城宽带瘦身，发力企业云通信

3.2.1. 长城宽带战略调整，寻求电信、联通合作

长城宽带由于受到移动入局带来的竞争急剧激烈，开始战略调整。公司不再投资新的区域城市，并在已有网络覆盖城市的基础上加强资源整合与横向合作，专注服务好现有用户，同时利用团队能力和服务优势，积极承接运营商固网宽带的营销和装维服务、5G 社区基站的代建代维，扩展固移融合业务。

1）公司与北京联通于 2019 年 8 月 15 日以书面方式签订《合作协议》，公司拟将在北京地域内的家庭宽带用户、政企宽带及互联网专线用户业务全部转让给北京联通。

根据合作协议的约定：

1、公司将其在北京地区的家庭宽带用户约 125 万户、政企宽带及互联网专线用户约 2.2 万户归属权转让给北京联通，由北京联通承担上述用户的服务及运营。双方签约前上述用

户的预收款项由公司收取，双方不再进行结算。公司作为北京联通的服务提供方及渠道代理方，按照双方约定获取服务费。

2、北京联通以上述用户未来五年收益权为基础，在合作期间拟以人民币 20 亿元（以上为预估值，具体金额以双方一致同意的最终评估价值为准）分期向公司支付转让上述用户的对价及服务费用。

2）2020 年 6 月，鹏博士与上海电信在沪签订业务合作协议，双方将发挥在产品设计、网络能力、客户服务、装维能力、管理机制等各个方面的优势，共同设计、打造和经营全新宽带服务品牌，推动上海地区的宽带及固移融合业务的开展，以开放合作的心态，实现互利共赢。

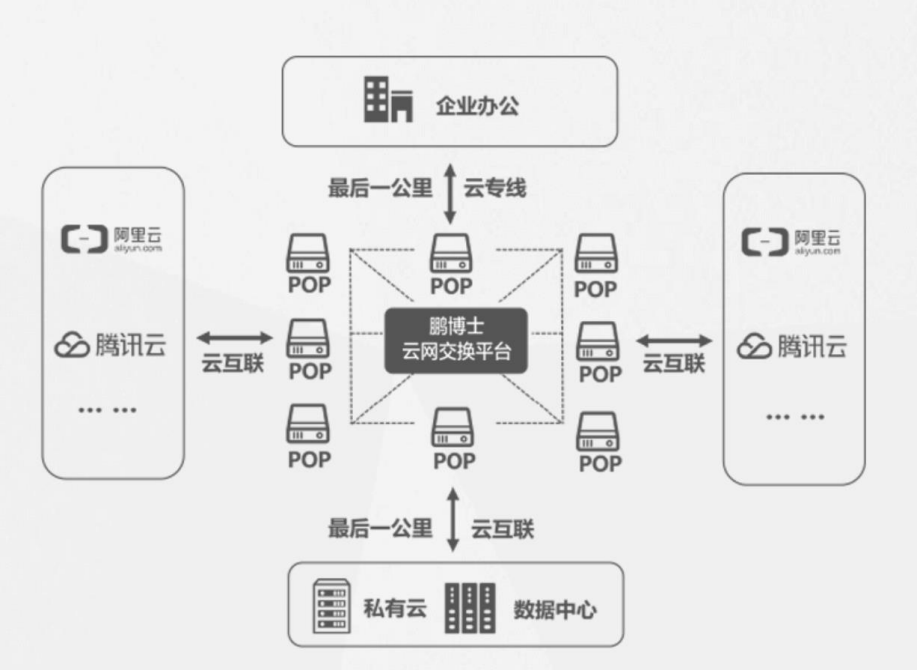
3.2.2. 发力企业云通信业务

在传统宽带业务压力加大的背景下，面向企业的云网业务成为公司互联网接入业务升级的亮点。

目前，公司已与多个省市的基础电信运营商、广电系运营商、铁塔公司和大型互联网企业开展合作洽谈和沟通，逐步从运营商的基础业务转向面向用户创新升级的云网协同一体化专业服务商。

企业云网以网络为中心，融合云计算资源，凭借 SDN 技术与 DCI 网络场景，基于覆盖全国 210+城市的网络资源，满足企业客户数据中心—云、云—云、数据中心—数据中心的互联需求；同时帮助企业快速构建高质量私有网络，满足企业上云最后一公里连接需求，实现 “一跳上云”。

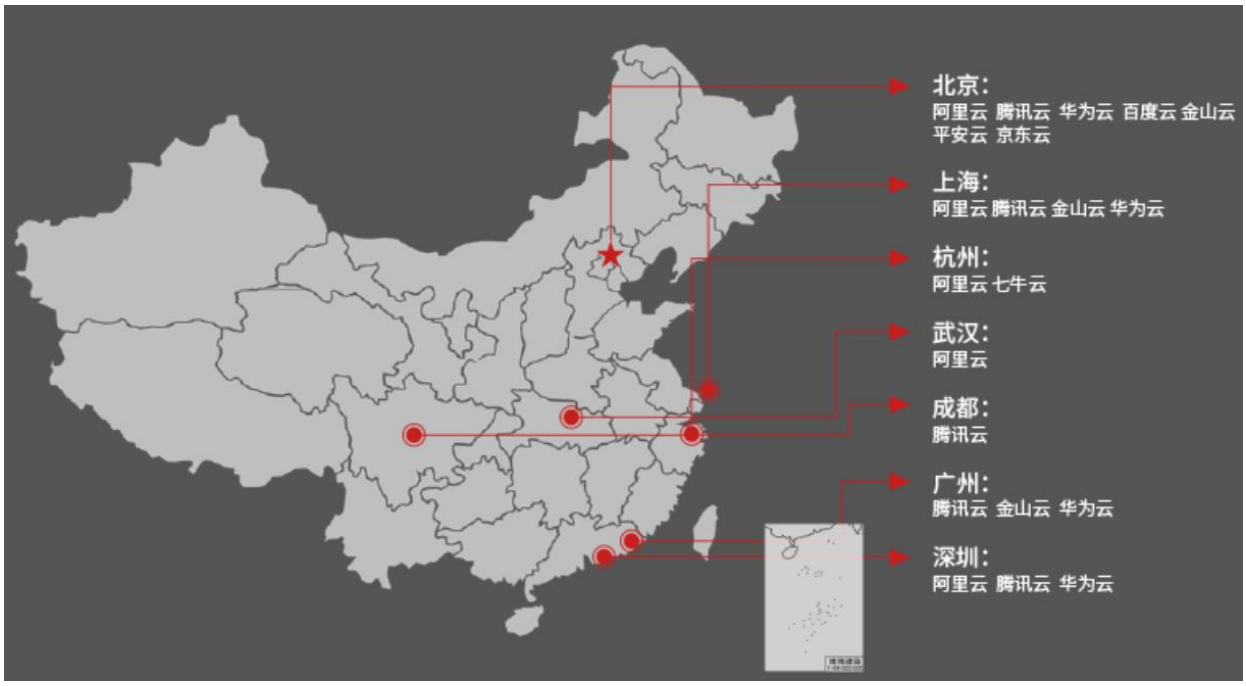
图 16：公司企业网络通信业务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司 DCI 网络已经实现云厂商互联。鹏博士云网加强与阿里云、腾讯云、百度云、华为云、平安云等云厂商的合作伙伴关系。

图 17：公司企业网络通信业务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 数据中心：自建+轻资产 HOMM 运维相结合，全国快速扩张

数据中心属于典型的重资产投入，公司考虑到目前自身资金情况以及自身优势，创新采用 HOMM（Hotel Operations Management Model）即酒店运营管理模式，是鹏博士大数据全新创立的数字地产经营模式。鹏博士大数据将与有意布局数据中心业务的数字地产经营者在项目股权、资本、建设、运维、营销等多层面深入合作，鹏博士大数据作为专业数字地产运营管理公司，输出数据中心综合服务能力，受托挂牌经营合作伙伴资产，实现资产增值，共同掘金大数据产业。

2020 年 4 月，公司公告拟与平盛国际金融控股有限公司、锦泉元和投资管理有限责任公司公司签署《资产转让协议书》及《数据中心业务委托运营协议》。

《资产转让协议》拟转让数据中心的相关资产，转让价格为 23 亿元人民币。同时，与标的资产有关的数据中心业务仍由公司继续运营和管理。 标的资产包括数据中心的全部固定资产、经营所需的流动资产（《资产转让协议书》签署日后发生的应收账款等）、必要的维护运营人员、土地房产对应的资产租赁合同、必要的维护运营人员的劳动合同、电费水费合同，以及数据中心运营所需的全部前置审批等文件。

《数据中心业务委托运营协议》，约定公司继续运营和管理与标的资产有关的数据中心业务，包括但不限于：（1）公司依托标的资产开展数据中心业务，进行业务运营及管理，并以公司名义发展客户；（2）基于标的资产发展的客户，由公司签署业务合同并收取合同费用，公司按照协议约定与锦泉投资进行各项费用结算；（3）公司就依托标的资产开展数据中心业务的全部业务收入与锦泉投资进行收入分成。

此次资产转让以及数据中心委托运营即公司 HOMM 模式的具体实践。我们认为这种模式是公司目前大力发展数据中心业务的最优解。

一、公司目前资产负债率较高，而 IDC 属于典型的重资产行业，公司在在资金有限的情况下只能走轻资产运营模式。轻资产运营模式下，标的资产运营权仍然归属公司，公司能够获得一定比例的收入分成。

图 18：公司数据中心优势

资料来源：公司官网，天风证券研究所

二、公司在 IDC 行业深耕多年，其优势在于客户、土地、运营经验等，相对容易实现异地规模复制。

公司和南京佳力图联合共建南京楷德悠云数据中心、珠海大数据产业园以及廊坊云计算数据中心即是 HOMM 模式规模复制的典型案例。预计公司未来将在全国更多区域实现模式复制。

图 19：公司数据中心领域部分客户

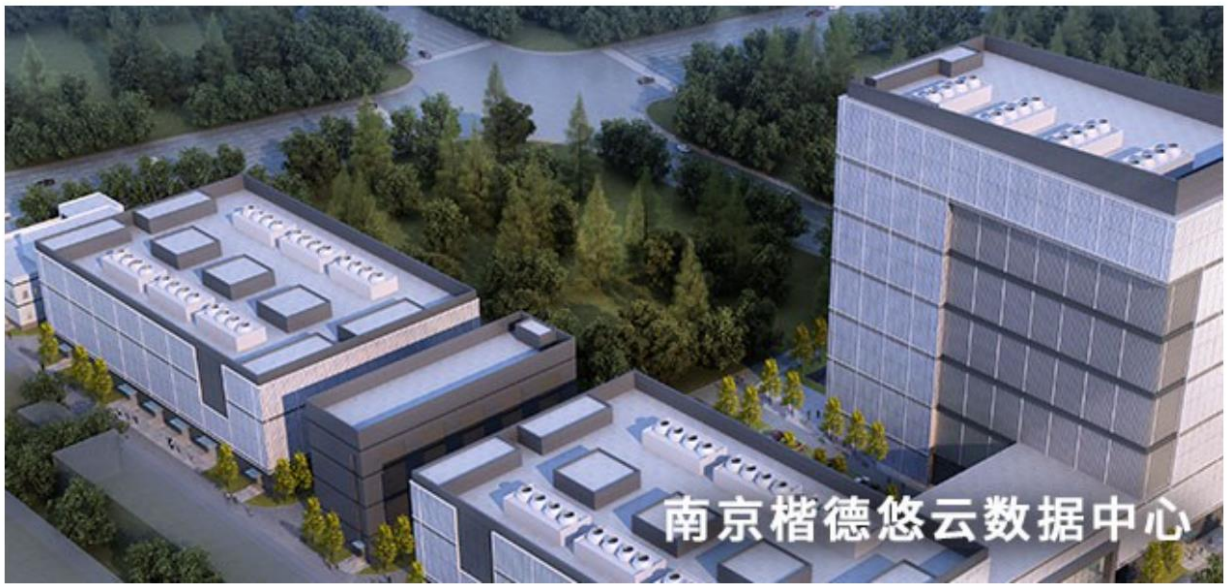
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1）南京楷德悠云数据中心

占地面积共 32748 平方米，计划总投资为 15 亿元，项目规划建设三栋数据中心楼宇并配有建设动力中心、电力配套设施、办公区域等配套设施。该项目规划建设总容量为 8400 个机柜，项目共分三期实施，第一期规划建设 2800 个机柜并计划 2021 年 6 月投产；第二期规划建设 2800 个机柜，计划 2022 年 6 月投产，第三期规划建设 2800 个机柜，计划

2023 年 6 月投产。

图 20：南京楷德悠云数据中心



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2）珠海大数据产业园

2020 年 5 月，公司拟以现金出资不超过人民币 3.5 亿元。标的公司拟投资建设“珠海大数据产业园”，该项目已取得珠海市发展和改革局颁发的《广东省企业投资项目备案证》，项目计划建设 6,000 机柜的数据中心。

经初步概算，项目总投资金额不超过 23.16 亿元，其余项目建设款均由锦泉元和出资。其中主要包括：数据中心土建工程投资约 5.45 亿元、设备及安装投资约 5.67 亿元、孵化器建设资金约 7.68 亿元，流动资金及其他费用约 4.36 亿元。公司将在标的项目取得所有备案审批，且正式开工后，与锦泉投资按以下进度里程碑同比例出资：项目开工（支付项目总投资额的 30%）、土建完工（支付项目总投资额的 10%）、设备到货（支付项目总投资额的 30%）、系统调试完成（支付项目总投资额的 20%）、项目验收（支付项目总投资额的 10%）。

3）、廊坊云计算数据中心

2020 年 5 月 28 日，鹏博士云计算数据中心奠基仪式在河北廊坊启动，鹏博士数据中心在全国的布局再下一城。**廊坊云计算数据中心项目规划建设总容量为 12000 个高密机柜，是国内规模领先的中立数据中心集群，计划 2022 年 6 月完全投产。**项目建成后，其将成为京津冀和环渤海经济圈高端大数据中心、政务云中心、金融云中心及企业云中心，被看作是京津主数据中心和同城备份中心的首选地。

廊坊云计算数据中心总投资超过 30 亿元，同样是由公司与锦泉元和达成战略合作，共同建设。

预计公司通过 HOMM 的轻资产模式，将快速实现全国扩张。2023 年，公司预计可运营机柜规模数量将达到 12 万个，辐射京津冀、长江经济带及粤港澳大湾区三大城市圈，形成覆盖全国的第三方数据中心集群。

3.4. 海底光缆

PLCN 海缆项目已于 2020 年 3 月完成全部海上施工，但由于新冠肺炎疫情影响，目前工程验收及测试工作尚未完成。

在运营许可上，谷歌对其在美国的登陆点负责，中国香港市场则由公司负责。由于政治原

因，目前 PLCN 项目尚未获得美国当地的业务执照许可。期待未来项目获得许可。

3.5. 推出员工持股方案，高激励下有望提升公司管理效率

公司于 2020 年 7 月推出第一期员工持股方案，覆盖公司高管及中层骨干人员，高激励要求下就有效提升公司整体管理及运营效率。

参加本员工持股计划的公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、公司中层管理人员、公司核心技术（业务）骨干人员，总人数不超过 200 人，其中参加本员工持股计划的董事、高级管理人员 6 人，其他符合条件的员工不超过 194 人。

表 2：员工持股计划

类别	具体职务	认购份额上限（万份）	比例
杨学平	董事长	100	15.1%
崔航	董事、总经理	100	
吕卫团	常务副总经理	100	
高江	副总经理	100	
王鹏	董事、财务负责人	100	
陈曦	副总经理、董秘	100	
其他员工		3372.8	84.9%
合计		3972.8	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

依据 2020 年度、 2021 年度各业绩考核结果分两期解锁分配至持有人，公司此次员工持股计划的业绩考核要求如下：

（1）2020 年公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润不低于 3 亿元人民币；

（2）2021 年公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润不低于 6 亿元人民币；

（3）在公司盈利且现金能够满足公司持续经营和长期发展的前提下，2020 年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润（按当年实现的合并报表可供分配利润计算）的 10%。

按照此次员工持股激励的解锁要求，公司 2020-2021 年扣非净利润要达到 3 亿和 6 亿元。2020 年较 2019 年大幅扭亏为盈，同时 2021 年保持 50%高增长。

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

盈利预测的基本假设：

公司业务可以分为互联网接入、数据中心、海外业务、互联网增值，其中互联网接入和数据中心为公司核心业务。

预计互联网接入 2020-2022 年增速分别为-5%、0%、0%，维持稳定，同时毛利率稳中有升；

预计数据中心业务 2020-2022 年增速分别为 30%、50%、60%，处于高速增长期；毛利率由于公 HOMM 模式的机柜占比逐渐提升，预计毛利率逐步下降。

表 3：公司业务拆分预测（亿元）

业务	（亿元）	2019	2020E	2021E	2022E

互联网接入服务	业务收入	41.62	39.54	39.54	39.54
	同比增长率	-21.20%	-5%	0%	0%
	业务成本	23.79	21.75	21.75	21.75
	毛利率	42.84%	45.00%	45.00%	45.00%
数据中心	业务收入	15.94	20.72	31.08	49.73
	同比增长率	17.73%	30.00%	50.00%	60.00%
	业务成本	9.25	11.40	18.34	32.33
	毛利率	41.97%	45.00%	41.00%	35.00%
海外业务	业务收入	1.02	1.02	1.02	1.02
	同比增长率		0.00%	0.00%	0.00%
	业务成本	0.60	0.60	0.61	0.63
	毛利率	41.18%	41.00%	40.00%	38.00%
互联网增值业务	业务收入	0.64	0.83	1.08	1.41
	同比增长率	20.00%	30.00%	30.00%	30.00%
	业务成本	0.48	0.49	0.82	1.07
	毛利率	25.00%	24.00%	24.00%	24.00%
其他业务	业务收入	1.28	1.60	2.00	2.40
	同比增长率	28.00%	25.00%	25.00%	20.00%
	业务成本	0.88	1.20	1.50	1.92
	毛利率	31.25%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 估值对比

我们选取可比的几家 IDC 公司来作为估值对比，包括宝信软件、光环新网、数据港和奥飞数据。

四家可比公司对应 2021 年 PE 预计为 56 倍，公司预计 2021 年 PE 为 21 倍，显著低于可比平均估值。

表 4：可比公司估值

公司	EPS（元）				PE			
	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
宝信软件	0.77	1.00	1.24	1.51	94	72	58	48
光环新网	0.53	0.66	0.83	1.01	49	39	31	25
数据港	0.52	0.62	1.12	1.77	179	150	83	53
奥飞数据	0.88	0.87	1.15	1.53	57	58	43	33
平均						80	54	40
鹏博士	-4.1	0.25	0.44	0.52		35	20	17

资料来源：wind，天风证券研究所；注：四家可比公司数据是 wind 一致预期，日期 2020.8.7

从公司 PE 和业绩增速来看，预计公司 2020 年 PE36 倍，2021 年净利润增速 79%，PEG 约为 0.5，估值相对低估。

综上，保守给予公司 2021 年 30 倍 PE,对应目标价 13.2，首次覆盖给予“买入”评级

风险提示：

1）资产负债率过高，2015-2018 年维持在 70%左右的水平，2019 年攀升至 94.8%；

2）数据中心扩张不及预期。公司未来通过自建+HOMM 模式扩大机柜规模，如果因为政策限制或者需求不及预期，导致建设进度不及预期，将影响数据中心扩张；

3）宽带业务下滑加剧。宽带业务受到中国移动入局影响，如果竞争加剧，宽带业务可能继续下滑。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,203.51	751.85	6,224.67	9,041.45	14,562.46
应收票据及应收账款	328.60	434.58	202.48	187.12	303.49
预付账款	136.19	130.65	438.09	134.02	577.00
存货	76.11	34.89	102.79	62.09	161.49
其他	991.03	1,080.29	1,009.94	1,229.43	1,249.35
流动资产合计	**3,735.44**	**2,432.26**	**7,977.97**	**10,654.11**	**16,853.79**
长期股权投资	1,017.16	1,164.01	1,164.01	1,164.01	1,164.01
固定资产	10,119.23	5,715.62	5,696.57	5,206.05	4,428.65
在建工程	2,516.73	2,657.96	1,654.78	1,052.87	691.72
无形资产	369.64	233.54	202.61	171.68	140.76
其他	5,126.38	3,613.42	1,843.89	2,118.98	2,323.55
非流动资产合计	**19,149.13**	**13,384.57**	**10,561.86**	**9,713.59**	**8,748.69**
资产总计	**22,884.57**	**15,816.83**	**18,539.83**	**20,367.70**	**25,602.48**
短期借款	682.52	490.93	400.00	400.00	500.00
应付票据及应付账款	1,601.92	1,451.43	2,952.65	1,878.03	4,349.13
其他	7,961.42	12,066.29	9,645.92	12,280.39	14,889.53
流动负债合计	**10,245.86**	**14,008.66**	**12,998.58**	**14,558.42**	**19,738.67**
长期借款	423.69	2.67	0.00	0.00	0.00
应付债券	4,859.71	0.00	3,021.49	2,627.07	1,882.85
其他	382.15	989.51	607.45	659.70	752.22
非流动负债合计	**5,665.55**	**992.18**	**3,628.95**	**3,286.77**	**2,635.08**
负债合计	**15,911.42**	**15,000.84**	**16,627.52**	**17,845.20**	**22,373.74**
少数股东权益	73.95	65.48	64.46	62.62	62.30
股本	1,432.46	1,432.39	1,432.39	1,432.39	1,432.39
资本公积	2,421.63	2,417.89	2,417.89	2,417.89	2,417.89
留存收益	5,852.31	97.78	415.46	1,027.49	1,734.05
其他	(2,807.18)	(3,197.55)	(2,417.89)	(2,417.89)	(2,417.89)
股东权益合计	**6,973.16**	**815.99**	**1,912.31**	**2,522.51**	**3,228.74**
负债和股东权益总计	**22,884.57**	**15,816.83**	**18,539.83**	**20,367.70**	**25,602.48**

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	376.73	(5,777.70)	355.41	634.49	741.55
折旧摊销	2,001.44	1,978.74	1,153.17	1,223.36	1,269.48
财务费用	193.20	301.98	(36.36)	(195.25)	(335.57)
投资损失	2.49	(28.62)	(150.00)	(250.00)	(100.00)
营运资金变动	(1,897.11)	(1,828.61)	3,679.44	930.22	3,559.80
其它	1,506.61	6,402.84	(0.90)	(1.99)	(0.31)
经营活动现金流	**2,183.35**	**1,048.64**	**5,000.77**	**2,340.83**	**5,134.93**
资本支出	1,896.95	(5,265.17)	482.05	47.75	7.48
长期投资	588.91	146.86	0.00	0.00	0.00
其他	(6,575.61)	2,947.56	(432.43)	102.50	(7.52)
投资活动现金流	**(4,089.75)**	**(2,170.75)**	**49.63**	**150.25**	**(0.04)**
债权融资	5,965.92	5,419.31	5,063.40	5,216.27	5,301.79
股权融资	(531.48)	(676.05)	816.02	195.25	335.57
其他	(5,226.43)	(4,554.46)	(5,456.99)	(5,085.82)	(5,251.25)
筹资活动现金流	**208.01**	**188.80**	**422.43**	**325.70**	**386.11**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(1,698.39)**	**(933.31)**	**5,472.82**	**2,816.78**	**5,521.01**

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**6,859.68**	**6,049.86**	**6,371.15**	**7,472.18**	**9,409.57**
营业成本	3,364.03	3,500.83	3,543.09	4,301.84	5,769.24
营业税金及附加	21.42	20.34	14.02	22.42	28.23
营业费用	1,735.52	1,480.15	1,560.93	1,718.60	1,881.91
管理费用	813.20	874.42	828.25	934.02	1,129.15
研发费用	323.78	280.85	254.85	298.89	282.29
财务费用	130.53	278.14	(36.36)	(195.25)	(335.57)
资产减值损失	99.91	(5,327.11)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.56)	0.00	0.19	(0.12)	0.02
投资净收益	(2.49)	28.62	150.00	250.00	100.00
其他	(18.39)	10,728.37	(300.37)	(499.75)	(200.04)
营业利润	**392.74**	**(5,814.75)**	**356.56**	**641.53**	**754.34**
营业外收入	51.00	32.52	5.00	4.00	2.00
营业外支出	17.59	138.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	**426.15**	**(5,920.61)**	**361.56**	**645.53**	**756.34**
所得税	49.42	(142.92)	7.23	12.91	15.13
净利润	**376.73**	**(5,777.70)**	**354.33**	**632.62**	**741.21**
少数股东损益	(3.93)	(26.90)	(1.08)	(1.86)	(0.33)
归属于母公司净利润	**380.66**	**(5,750.80)**	**355.41**	**634.49**	**741.55**
每股收益（元）	2.19	(33.01)	0.25	0.44	0.52

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-16.04%	-11.81%	5.31%	17.28%	25.93%
营业利润	-52.88%	-1580.55%	-106.13%	79.92%	17.58%
归属于母公司净利润	-48.71%	-1610.74%	-106.18%	78.52%	16.87%
获利能力					
毛利率	50.96%	42.13%	44.39%	42.43%	38.69%
净利率	5.55%	-95.06%	5.58%	8.49%	7.88%
ROE	5.52%	-766.25%	19.23%	25.79%	23.42%
ROIC	7.55%	-70.20%	16.02%	-43.57%	-12.31%
偿债能力					
资产负债率	69.53%	94.84%	89.69%	87.62%	87.39%
净负债率	53.96%	572.00%	-60.73%	-151.64%	-286.82%
流动比率	0.36	0.17	0.61	0.73	0.85
速动比率	0.36	0.17	0.61	0.73	0.85
营运能力					
应收账款周转率	20.63	15.85	20.00	38.36	38.36
存货周转率	91.82	109.00	92.55	90.64	84.17
总资产周转率	0.30	0.31	0.37	0.38	0.41
每股指标（元）					
每股收益	2.19	-33.01	0.25	0.44	0.52
每股经营现金流	12.53	6.02	28.71	13.44	29.48
每股净资产	39.61	4.31	1.29	1.72	2.21
估值比率					
市盈率	4.05	-0.27	35.71	20.00	17.11
市净率	0.22	2.06	6.87	5.16	4.01
EV/EBITDA	4.42	1.40	6.68	4.13	0.75
EV/EBIT	13.21	1.80	30.73	15.46	3.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。